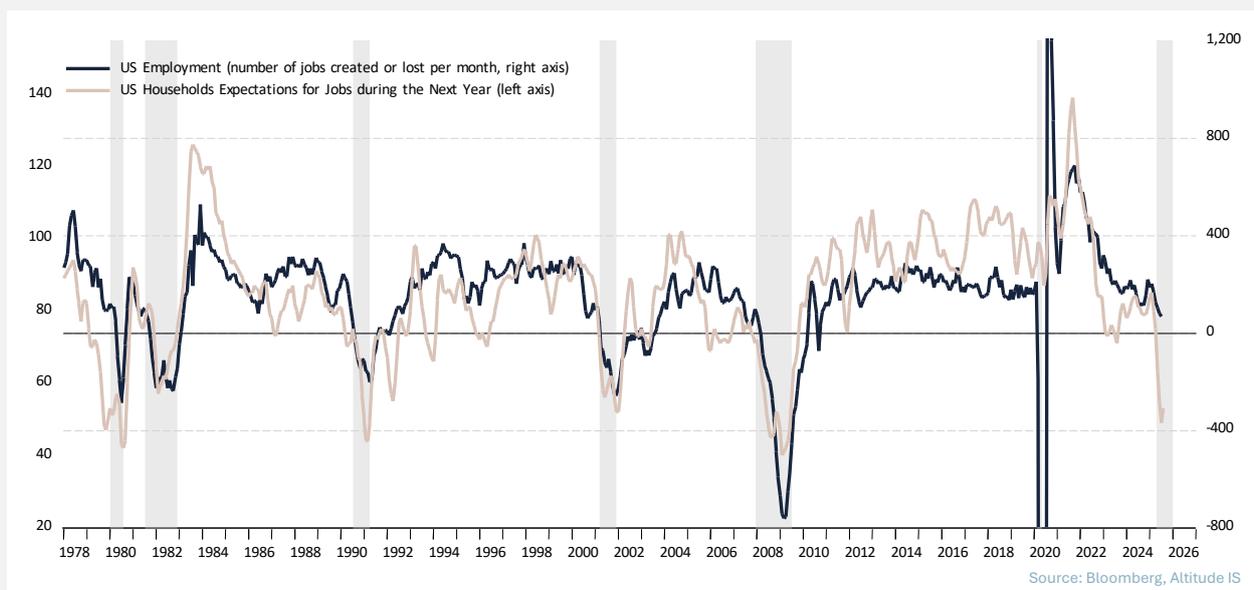


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 11 août 2025

## "CRISE DE L'EMPLOI : L'ALERTE EST DECLENCHÉE"

- L'économie américaine montre des signes de faiblesse, notamment sur le front de l'emploi
- La récession devient de plus en plus probable et le consensus cherche à s'ajuster
- De son côté, la Fed patiente et prend le risque d'être en retard sur le cycle
- Cette situation donne l'avantage aux obligations par rapport aux actions

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Le marché du travail continue de déraiser dangereusement"



## ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

**Les dernières données économiques américaines** ont surpris les investisseurs, au point de secouer les marchés financiers. Ces chiffres sont d'autant plus importants qu'ils **viennent confirmer le scénario de récession et d'assouplissement monétaire** que nos modèles économétriques escomptent depuis décembre dernier (cf. S&T du 2 décembre 2024). Le consensus des stratégestes devrait progressivement se rallier à cette perspective. De leur côté, les investisseurs risquent d'être bien plus prompts à ajuster leurs anticipations, que cela concerne les rendements obligataires américains, les spreads de crédit, la croissance des bénéfices des sociétés cotées, la volatilité ou le dollar. **Un nouveau "trou d'air" boursier, semblable à celui expérimenté en mars et avril, n'aurait rien de surprenant au cours des prochains mois.**



Le Produit Intérieur Brut (PIB) américain du deuxième trimestre a été publié. Après une contraction de -0.5% en rythme annualisé entre janvier et mars, il a progressé de +2.9% entre avril et juin. Cette embellie est la bienvenue, toutefois elle ne doit pas masquer une réalité nettement moins réjouissante. L'instauration de droits de douane a engendré une volatilité anormale des composantes du PIB. Anticipant l'application de cette nouvelle taxe, les entreprises ont importé leurs machines allemandes et leur champagne français au premier trimestre plutôt qu'au deuxième. Les exportations nettes ont ainsi amputé la croissance au premier trimestre et l'ont boostée au deuxième (cf. Fig. 2). À l'inverse, les investissements des entreprises et les variations de stocks ont soutenu l'activité dans un premier temps, puis l'ont freinée récemment. Tout ceci est important mais les différents effets finissent par se compenser les uns les autres. **Sous la surface, la demande intérieure s'essouffle.** La consommation des ménages, qui représente habituellement 69% de la croissance potentielle américaine, n'y contribue désormais plus qu'à hauteur de 33%. Si, au premier trimestre, ce net coup de mou pouvait sembler temporaire, l'enlisement survenu entre avril et juin constitue un véritable signal d'alarme.

Fig. 2 – Contributeurs à la croissance du PIB

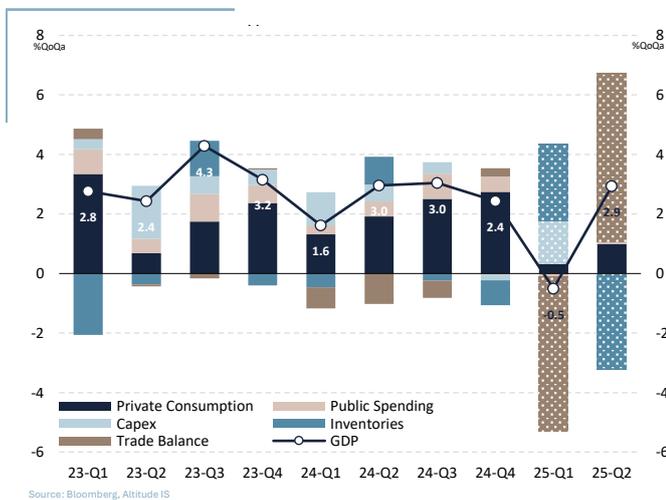
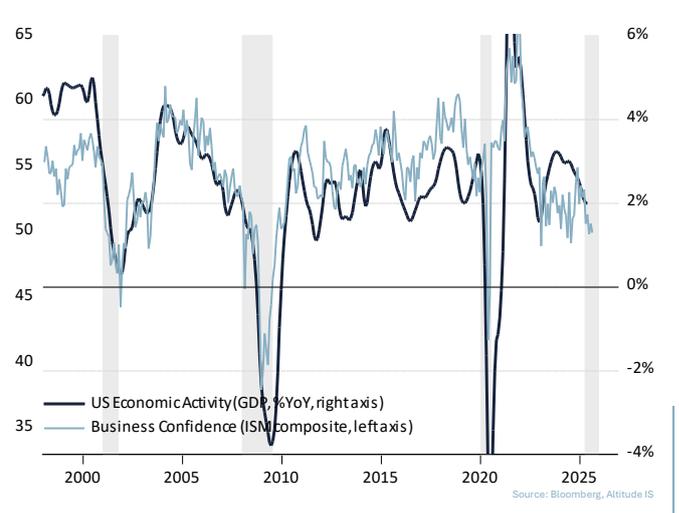


Fig. 3 – Confiance des entreprises



Au cours des six prochains mois, la volatilité des flux commerciaux continuera d'être alimentée par les annonces tarifaires contradictoires de l'administration Trump. Les comportements d'anticipation et de réaction des entreprises, certes rationnels, continueront donc de brouiller la lecture des chiffres du PIB, tandis que le scénario d'un affaiblissement prononcé de l'économie se fera de plus en plus crédible. Notre hypothèse d'une légère récession, aboutissant à une croissance annuelle de 1.1%, s'en trouve renforcée. Les directeurs d'achat sont tout aussi inquiets. Les dernières enquêtes publiées par l'*Institute for Supply Management* sont compatibles avec une croissance annuelle du PIB de 1.3% (cf. Fig. 3).

**Sur le marché du travail, les signaux sont mitigés mais ils ne cessent de se dégrader.** Les licenciements et les demandes d'allocations chômage ne montrent pas un marché de l'emploi déprimé. Quant aux revenus du travail, ils demeurent soutenus par la croissance des salaires et le nombre d'heures travaillées. Pourtant, le rythme des embauches s'est nettement tassé et les enquêtes effectuées auprès des ménages sont devenues alarmantes (cf. Graphique de la semaine). Dans le privé, les créations d'emplois n'ont crû que de 35'000 par mois en moyenne entre mai et juillet (cf. Fig. 4), essentiellement dans la santé et l'éducation. Les investisseurs ont été particulièrement déçus de la statistique de juillet. L'emploi non agricole n'a augmenté que de 73'000, tandis que les deux mois précédents ont subi la plus forte révision négative depuis 1979 (hors covid), affichant 258'000 créations d'emplois de moins



qu'initialement publié. Le taux de chômage est passé de 4.1% à 4.2% tandis que le ratio incluant les temps partiels contraints et les personnes découragées s'est accru de 0.3%, pour atteindre 7.9%. **Historiquement, chaque phase de contraction de l'emploi s'est conclue par une récession** (cf. Fig. 5).

Fig. 4 – Créations d'emplois

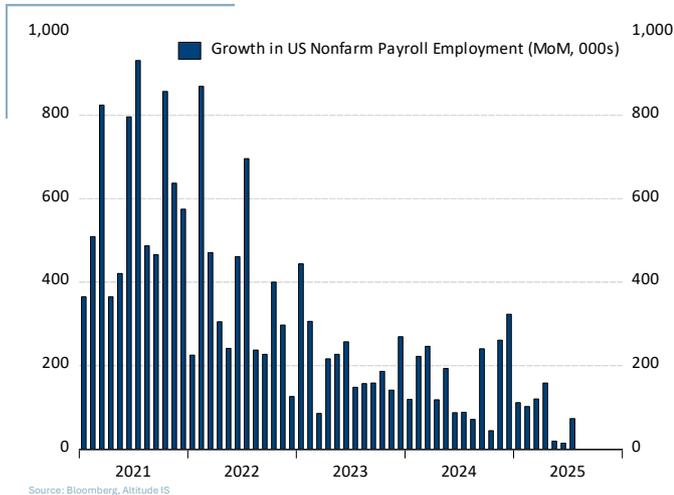
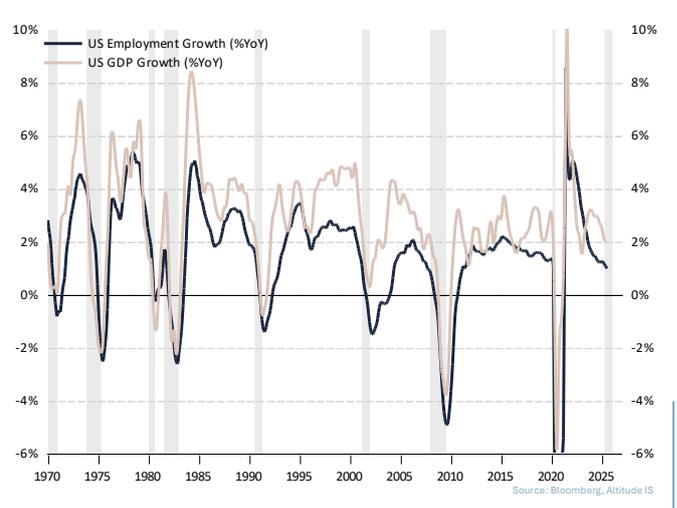


Fig. 5 – Activité économique & emploi



**Si la Réserve fédérale (Fed) avait abaissé ses taux directeurs le 30 juillet dernier**, signalant ainsi qu'elle venait en soutien à l'activité économique malgré une inflation supérieure à son objectif de 2%, **les investisseurs auraient été soulagés**. À leur grand regret, les gouverneurs de l'institution monétaire ont choisi de laisser les taux inchangés. Pire encore, Jerome Powell a décrit un marché du travail solide et mieux équilibré. Il est allé jusqu'à souligner qu'un ralentissement des offres d'emploi n'est pas forcément un signe de faiblesse car si l'offre de main-d'œuvre ralentit en conséquence, le chômage peut être maintenu à un bas niveau. Le président de la Fed a d'ailleurs évoqué un refroidissement conjoint de l'offre et de la demande de travail, compatible avec une croissance modérée des salaires et des prix.

**Les investisseurs ont parfaitement compris que si la Fed se trompe dans son analyse**, elle risque d'agir trop tardivement pour soutenir la conjoncture américaine. Si elle est perçue comme "behind the curve", alors tout assouplissement futur de la politique monétaire sera interprété comme un signal de crise. Selon cette hypothèse, **chaque fois qu'elle abaissera ses taux directeurs (même fortement), cela fera chuter les marchés boursiers. Le "Fed Put" ne s'appliquera pas**. La semaine dernière aura donné un avant-goût de cette relation de cause à effet inhabituelle. Le marché des actions s'est contracté lorsque le marché obligataire s'est finalement mis à anticiper une action de la Fed au mois de septembre.

**Tant que cette relation s'imposera, les obligations conserveront leur avantage par rapport aux actions** (cf. [S&T du 30 juin 2025](#)). Depuis le début du mois d'août, les investissements à revenu fixe ont délivré de très belles performances. Si ce sont les taux à court terme qui ont le plus baissé (cf. Fig. 6), ce sont tout de même les obligations à long terme qui arborent les meilleures performances. Les effets de durée et de *roll-down* sont très rémunérateurs. De la même manière, toutes les stratégies de pentification de la courbe des taux ont de beaux jours devant elles. À l'inverse, les actions, dont les niveaux de valorisation sont au-dessus de leurs niveaux extrêmes du mois de mars (cf. Fig. 7), courent le risque de chuter significativement.



Fig. 6 – Courbe des rendements

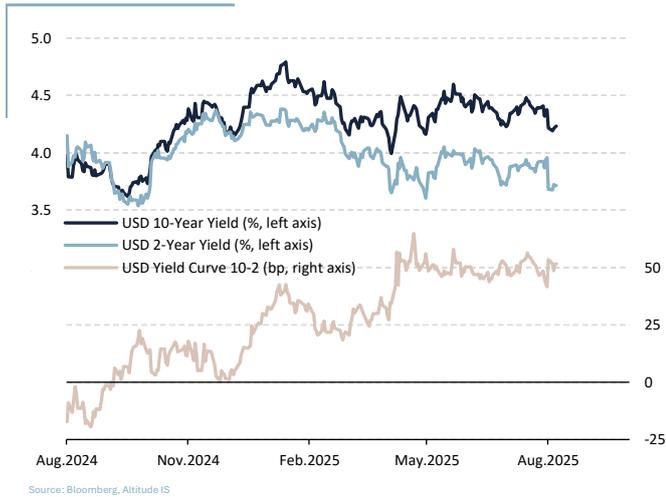


Fig. 7 – Ratios de valorisation des actions



### Conclusion :

Initialement peu consensuel, le scénario de récession devient plus crédible. Pour y échapper, il faudra que les entreprises embauchent davantage, faute de quoi les investisseurs devront se prémunir contre le prochain *bear market* boursier en trouvant refuge dans les obligations.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	940.5	63.33	2.6%	2.4%	13.2%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6389	62.77	2.4%	2.7%	9.5%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	44176	50.98	1.4%	-0.1%	4.8%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	21450	67.39	3.9%	5.1%	11.5%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	570.1	55.37	3.3%	0.7%	16.1%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	9096	58.01	0.5%	3.0%	14.0%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	11867	45.76	0.3%	-0.9%	5.4%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	41820	66.62	2.5%	5.4%	6.0%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1254	57.39	2.3%	2.1%	19.0%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	135913	53.93	2.6%	-2.4%	13.0%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	58070	59.45	2.1%	1.8%	20.2%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	80113	33.23	-0.9%	-4.5%	3.2%	9.6%	20.3%
China (CSI)	4123	59.27	1.3%	3.4%	6.5%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	148.0	68.15	3.5%	5.7%	19.5%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	428.8	54.69	3.1%	2.1%	2.5%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	296.1	59.63	2.7%	0.7%	10.4%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	250.2	46.02	0.0%	-1.9%	6.5%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	209.9	56.89	2.2%	1.3%	19.1%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	340.4	41.00	-0.4%	-2.7%	-1.3%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	447.8	57.14	1.4%	1.8%	20.3%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	886.0	67.83	4.1%	5.2%	15.8%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	348.0	59.35	4.2%	1.6%	15.4%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	1002	48.94	0.9%	0.7%	5.3%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	187.7	60.97	0.9%	3.8%	19.5%	13.0%	1.6%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.50%	57.21	0.4%	0.4%	6.9%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.06%	59.35	-0.2%	1.1%	4.0%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.80%	49.48	0.1%	0.2%	0.4%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.40%	46.17	0.0%	0.0%	-1.0%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.53%	51.58	-0.3%	0.6%	3.4%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.42%	73.09	0.8%	1.5%	1.0%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.25%	55.74	0.4%	-0.1%	-1.5%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.42%	81.34	0.4%	1.8%	7.3%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	4.98%	62.17	-0.3%	1.4%	4.8%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.06%	55.03	-0.1%	0.5%	2.4%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.22%	84.41	0.2%	1.3%	5.5%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	6.99%	72.05	0.1%	0.7%	5.3%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.39%	82.47	0.2%	0.7%	4.0%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	7.83%	82.57	0.4%	1.8%	7.5%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	499.8	59.61	1.0%	1.8%	13.5%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	656.8	56.84	0.9%	2.0%	9.7%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	289.2	55.81	0.3%	1.2%	24.3%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	278.7	39.24	-2.8%	-1.3%	15.7%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	240.5	76.40	1.5%	3.3%	6.1%	6.4%	7.6%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1696	83.16	n.a.	1.2%	5.3%	11.1%	7.8%
Macro	1350	68.56	n.a.	0.1%	0.6%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2395	74.03	n.a.	2.6%	8.3%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1816	81.40	n.a.	1.9%	8.3%	14.0%	7.7%
Event Driven	1832	82.34	n.a.	3.5%	6.2%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1739	94.17	n.a.	0.5%	5.3%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1750	85.40	n.a.	1.6%	5.2%	9.8%	7.8%
Credit	1656	96.72	n.a.	0.2%	3.8%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1683	100.00	n.a.	0.7%	3.4%	10.0%	11.2%
Commodity	1910	92.16	n.a.	1.0%	6.8%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1283	50.84	n.a.	0.3%	-4.4%	7.9%	-3.6%
<b>Volatility</b>							
VIX	15.15	42.97	-25.7%	-9.9%	-12.7%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	17.40	46.37	-20.2%	-0.1%	2.3%	25.3%	-35.0%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	560.3	n.a.	0.1%	-0.8%	4.4%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3364	n.a.	-0.3%	0.2%	28.2%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	38.02	n.a.	1.6%	-1.0%	31.6%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	63.88	n.a.	-5.1%	-6.5%	-10.9%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	67.87	n.a.	-4.9%	-5.7%	-8.4%	-4.6%	-4.5%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	98.12	47.10	-0.7%	0.3%	-9.6%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1660	53.37	0.8%	-0.2%	12.6%	-6.2%	3.1%
JPY	147.61	48.23	-0.4%	-0.1%	6.5%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3462	53.29	1.3%	-0.2%	7.6%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6520	51.45	0.8%	-0.5%	5.4%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3765	45.86	0.1%	-0.5%	4.5%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8072	46.60	0.1%	-1.3%	12.4%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1833	47.93	0.0%	-0.2%	1.6%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.577	60.40	1.7%	0.3%	12.1%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1837.8	48.54	0.6%	-0.7%	6.4%	-0.7%	4.8%
XBT	122171	n.a.	6.2%	3.8%	30.4%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



## AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

